

### **9.3. Анализ денежных потоков инвестиционной деятельности предприятия**

Необходимым условием эффективного функционирования любого предприятия в современных условиях является его инвестиционная деятельность. Она предполагает вложение денежных средств в целях получения дохода или определенного результата. Для осуществления эффективной инвестиционной деятельности предприятию необходимо проводить квалифицированный анализ планируемых инвестиционных проектов, учитывая при этом закономерности протекания инвестиционных процессов, особенности генерирования, оценки и реализации инвестиций, конкретные методы подготовки и обоснования инвестиционных решений.

Анализ планируемых к реализации инвестиционных проектов предполагает оценку эффективности инвестиций с помощью различных показателей, в том числе дисконтных, таких, как чистая текущая стоимость, индекс рентабельности, внутренняя норма прибыли, динамический срок окупаемости и др. Расчет этих показателей на практике осуществляется на базе денежного потока. Денежный поток (поток наличности, поток платежей) – это движение денежных средств, т. е. их поступление (приток) и использование (отток) за определенный период времени. Денежный поток инвестиционной деятельности представляет собой совокупность доходов и расходов денежных средств в процессе реализации инвестиционного проекта.

Поскольку инвестиционная и другие виды деятельности предприятия находятся в тесной взаимосвязи и взаимозависимости, для понимания механизма функционирования денежного потока инвестиционной деятельности необходимо прежде всего проанализировать денежные потоки предприятия в целом.

Все многообразие денежных потоков, которые возникают на предприятии, можно классифицировать по ряду признаков. Кратко охарактеризуем каждую группу этой классификации.

В зависимости от масштаба обслуживания финансово-хозяйственных процессов самым обобщающим денежным потоком является денежный поток предприятия. Он характеризуется поступлением и использованием денежных средств на уровне предприятия в целом.

Денежный поток каждого структурного подразделения в отдельности становится самостоятельным предметом исследования в результате выделения филиалов, представительств и иных структурных подразделений предприятия как отдельных объектов управления.

Существование денежного потока отдельной хозяйственной операции зависит от возможности выделить эту хозяйственную операцию как обособленную составляющую всех финансово-хозяйственных процессов пред-

приятия и от возможности определить связанное с ней движение денежных средств.

В зависимости от вида финансово-хозяйственной деятельности предприятия наиболее агрегированным является совокупный денежный поток. Он характеризуется любым движением денежных средств, происходящим на уровне объекта исследования.

Денежный поток текущей деятельности характеризуется поступлением денежных средств от покупателей (заказчиков) и их использованием, связанным с обеспечением процесса производства продукции, выполнения работ, оказания услуг, реализацией покупных товаров и т. п.

Денежный поток инвестиционной деятельности формируется при осуществлении предприятием деятельности, связанной с вложениями во внеоборотные активы, а также их продажей.

Денежный поток финансовой деятельности характеризуется движением денежных средств в связи с осуществлением предприятием краткосрочных финансовых вложений и выбытием ранее приобретенных акций, облигаций и т. п.

По направлению движения денежных средств выделяются два денежных потока: входящий и исходящий.

Входящий денежный поток (приток) характеризуется совокупностью поступлений денежных средств на предприятие за определенный период времени.

Исходящий денежный поток (отток) характеризуется совокупностью использования (выплат) денежных средств предприятием за тот же период времени.

Осуществляться денежные потоки могут в безналичной и наличной формах.

Особенностью безналичного денежного потока является его формирование на предприятии только в виде записей на бухгалтерских счетах.

Наличный денежный поток характеризуется получением или выплатой предприятием денежных купюр и монет.

В зависимости от сферы обращения денежный поток предприятия может быть внешним или внутренним.

Внешний денежный поток характеризуется поступлением денежных средств от юридических и физических лиц, а также выплатой денежных средств юридическим и физическим лицам. Он способствует увеличению или уменьшению остатка денежных средств предприятия.

Внутренний денежный поток характеризуется сменой места нахождения и формы денежных средств, которыми располагает предприятие. Он не влияет на их остаток, так как составляет внутренний оборот.

Вложения денежных средств в другие объекты на срок до одного года составляют краткосрочный денежный поток.

Если срок превышает один год, то денежный поток характеризуется как долгосрочный.

В зависимости от объемов поступления и расходования денежных средств денежный поток предприятия может быть избыточным, дефицитным или оптимальным.

Избыточный денежный поток характеризуется превышением поступления денежных средств над текущими потребностями предприятия. Его свидетельством является высокая положительная величина чистого остатка денежных средств, не используемого предприятием в процессе осуществления финансово-хозяйственной деятельности.

Когда поступающих денежных средств недостаточно для удовлетворения текущих потребностей предприятия, формируется дефицитный денежный поток. Даже при положительном значении суммы чистого остатка денежных средств он может характеризоваться как дефицитный, если эта сумма не обеспечивает плановую потребность в денежных средствах по всем предусмотренным направлениям финансово-хозяйственной деятельности предприятия. Отрицательное же значение суммы чистого остатка денежных средств автоматически делает этот поток дефицитным.

Оптимальный денежный поток характеризуется сбалансированностью поступления и использования денежных средств, способствующей формированию их оптимального остатка, позволяющего предприятию своевременно выполнять свои обязательства, которые требуют расчетов только в денежной форме, и при этом поддерживать максимально возможную рентабельность денежных средств.

Движение денежных средств предприятия характеризуется как денежный поток в национальной валюте, если единицей счета выступает денежная единица той страны, на территории которой расположено предприятие. Денежный поток в иностранной валюте формируется на предприятии, если единицей счета выступает денежная единица другой страны.

Планируемый денежный поток характеризуется возможностью предсказания, в какой сумме и когда поступят денежные средства на предприятие или будут им использованы. Движение денежных средств, которое возникает на предприятии внепланово, характеризуется как непланируемый денежный поток.

В зависимости от непрерывности формирования на предприятии может существовать регулярный денежный поток и дискретный денежный поток.

Регулярный денежный поток характеризуется поступлением и использованием денежных средств, которые в рассматриваемом периоде времени осуществляются постоянно по отдельным интервалам.

Дискретный денежный поток характеризуется движением денежных средств, связанным с осуществлением единичных финансово-хозяйственных операций предприятия в рассматриваемом периоде времени.

Поступление или использование денежных средств, осуществляемые через равные промежутки времени, характеризуется как регулярный денежный поток с равномерными временными интервалами. В мировой практике он соответствует понятию аннуитета.

Если интервалы поступления и расходования денежных средств изменяются и не равны друг другу, то денежный поток характеризуется как регулярный с неравномерными временными интервалами.

В зависимости от оценки во времени следует различать текущий денежный поток и будущий денежный поток.

Текущий денежный поток характеризуется как движение денежных средств, приведенное по стоимости к текущему моменту времени.

Будущий денежный поток характеризуется как движение денежных средств, приведенное по стоимости к конкретному предстоящему моменту времени.

Как известно, поток означает совокупность движущихся объектов в течение определенного временного промежутка. Если их движение через определенное время повторяется, то это означает, что поток имеет циклический характер. Время, через которое определенные операции (действия) последовательно воспроизводятся, принято называть циклом.

Цикл денежного потока инвестиционной деятельности представляет собой период времени, в течение которого денежные средства, вложенные во внеоборотные активы или принявшие форму финансовых вложений, вернутся на предприятие в виде накопленной амортизации, процента, дивидендов или выручки от реализации соответствующих активов.

На характер формирования денежного потока инвестиционной деятельности влияют следующие основные ее особенности:

- инвестиционная деятельность предприятия носит подчиненный характер по отношению к его текущей деятельности, поэтому приток и отток денежных средств инвестиционной деятельности должны определяться темпами развития текущей деятельности. Обеспечение притока денежных средств в инвестиционную деятельность денежными средствами текущей деятельности характерно для предприятий с устойчивым финансовым положением. В условиях экономической нестабильности, отрицательно влияющей на финансовую устойчивость предприятий, текущая деятельность может вызывать отток денежных средств из инвестиционной деятельности;
- формы и методы инвестиционной деятельности, в отличие от текущей, в гораздо меньшей степени зависят от отраслевых особенностей предприятия, поэтому на разных предприятиях циклы денежных потоков инвестиционной деятельности, как правило, практически идентичны;
- приток денежных средств от инвестиционной деятельности во времени обычно значительно отдален от оттока, т. е. цикл характеризуется длительным временным лагом;

- инвестиционная деятельность имеет различные формы (приобретение, строительство, финансовые вложения и пр.) и разную направленность денежного потока в отдельные периоды времени (как правило, первоначально преобладает отток, значительно превышающий приток, а затем наоборот), что затрудняет представление цикла ее денежного потока в достаточно четкой схеме;

- инвестиционная деятельность связана и с товарным, и с финансовым рынками, колебания которых часто не совпадают и по-разному могут влиять на инвестиционный денежный поток. Например, увеличение спроса на товарном рынке может дать предприятию дополнительный приток денежных средств от реализации основных средств, но это, как правило, приведет к уменьшению финансовых ресурсов на финансовом рынке, которое сопровождается увеличением их стоимости (процента), что, в свою очередь, может привести к увеличению оттока денежных средств предприятия;

- на денежный поток инвестиционной деятельности влияют специфические виды рисков, присущие инвестиционной деятельности, а именно инвестиционные и финансовые риски, которые имеют большую вероятность возникновения, чем операционные.

Денежный поток отражается на балансе предприятия, осуществляющего инвестиционную деятельность и реализующего конкретный инвестиционный проект. Сумма излишка (недостатка) денежных средств, полученная в результате разности статей приходной и расходной частей баланса предприятия, получила название чистого денежного потока, который утвердил себя как важная информационная база для расчета эффективности инвестиционных проектов.

Чистый поток платежей формируется на основе показателей «чистого дохода» и «инвестиционных расходов». Под «чистым доходом» понимается общий доход, полученный в каждом временном отрезке за вычетом затрат, связанных с его получением. В эти затраты входят все прямые и косвенные расходы по оплате труда, материалов, сырья, топлива и налоги. Амортизационные отчисления в состав этих расходов не включаются и отражаются в денежном потоке с плюсом. Инвестиционные расходы отражаются в потоке платежей с минусом.

При прогнозировании будущих денежных потоков важно следовать определенным правилам. Их игнорирование может привести к ошибочным инвестиционным решениям. Эти правила следующие:

1. Следует рассматривать только доходы и расходы, связанные с данными инвестициями.

2. Амортизация рассматривается в качестве особого элемента при расчете денежных потоков. Она является одной из статей расходов, поэтому уменьшает базу налогообложения, одновременно представляет собой доход и может использоваться для целей развития предприятия. Амортизационные

отчисления относятся к разряду калькуляционных издержек, которые рассчитываются в соответствии с установленными нормами амортизации и относятся в процессе расчета прибыли к затратам. В нормальных экономических условиях начисленная сумма амортизационных отчислений остается в распоряжении предприятия, пополняя остаток ликвидных средств. Таким образом, амортизационные отчисления играют очень важную роль в системе учета и планирования деятельности предприятия, являясь внутренним источником финансирования.

3. Необходимо учитывать налоги. В анализе денежных потоков налоги могут определяться заданным процентом от доходов и расходов. Различные активы подвергаются различному налогообложению (отдельные их виды могут иметь льготный режим кредитования и амортизационных отчислений). В результате учет налогов может повлиять на рентабельность и относительное преимущество альтернативных инвестиций.

4. При рассмотрении инвестиционных решений, связанных с дополнительным оборотным капиталом, прирост объема необходимых оборотных средств должен быть включен в проектируемые денежные потоки.

5. Ликвидационная стоимость (стоимость активов в конце инвестиционного периода) должна быть включена в прогноз денежных потоков, так как продажа или покупка актива порождает денежные потоки, связанные с рассматриваемыми капиталовложениями.

6. В потоки денежных средств должны включаться переменные текущие затраты, которые оказывают влияние на жизнеспособность проекта.

7. Невозвратные издержки (*sunk cost*), или затраты предшествующих периодов, не следует включать в прогноз денежных потоков. Под ними понимают затраты, понесенные до начала разрабатываемого проекта, которые не могут быть возмещены и прямо не влияют на принятие решений о будущих инвестициях и не принимаются в расчет при определении затрат и выгод по анализируемому проекту. Так, затраты, которые были сделаны по какому-либо проекту, оставшемуся незаконченным, не должны приниматься в расчет при анализе нового проекта, использующего часть зданий или сооружений, оставшихся от незаконченного проекта.

8. Выплаты процентов по кредитам не входят в расчет эффективности собственно проекта. Они являются издержками финансирования и включаются в схему анализа только на этапе разработки оптимальной схемы его финансирования. Вместе с тем, при расчете прибыли для целей налогообложения проценты по кредитам учитываются как элемент постоянных издержек для предприятия, реализующего проект.

Помимо вышеназванных правил прогнозирования денежных потоков, при анализе эффективности инвестиционного проекта важно учитывать также вид денежного потока, генерируемого данным проектом. Если денежный поток состоит из исходной инвестиции, сделанной единовременно,

и последующих притоков денежных средств, то такой денежный поток является ординарным. Если поток платежей состоит из нескольких инвестиций и последующих притоков денежных средств, то такой поток платежей является неординарным. Если же притоки денежных средств чередуются в любой последовательности с их оттоками, денежный поток является крайне неординарным.

В потоке платежей все статьи доходов разделены во времени, т. к. предприятие получает доходы от инвестиционной деятельности постепенно. То же самое относится и к расходам. И так происходит в течение всего жизненного цикла инвестиционного проекта. Поскольку существует потребность в ежегодном анализе доходов и расходов и подведении баланса, то поток платежей разбивается по годам. Чистый денежный поток в данный временной отрезок (обычно год) называется чистым годовым денежным потоком или финансовой рентой (аннуитетом).

Финансовая рента для данного временного отрезка ( $t$ ) определяется:

$$R_t = \text{Приток} - \text{Отток}$$

$$R_t = (G - C - D) - (G - C - D) \alpha + D, \quad (9.9)$$

где  $R_t$  – финансовая рента в год  $t$ ;  $G$  – выручка от реализации продукции;  $C$  – текущие затраты (издержки);  $D$  – амортизационные отчисления;  $\alpha$  – ставка налогообложения прибыли;  $G - C - D$  – валовая прибыль;  $(G - C - D) \alpha$  – сумма выплачиваемых налогов;  $(G - C - D) - (G - C - D) \alpha$  – чистая прибыль.

В результате ренты по годам  $t$  инвестиционного периода определяются:

$$R_t = \text{чистая прибыль} + \text{амортизационные отчисления}$$

В зависимости от величин доходов и расходов ренты по годам могут принимать знак «плюс», когда доходы больше расходов, или «минус», когда расходы больше доходов.

В результате конечное финансовое состояние предприятия за счет интересующей инвестиции определяется приведением годовых рент к последнему году инвестиционного периода, а чистая текущая стоимость инвестиционного проекта рассчитывается путем приведения годовых рент к началу инвестиционного периода.

Таким образом, корректный анализ и прогнозирование денежного потока инвестиционного проекта позволяет наиболее точно рассчитать чистую текущую стоимость и другие показатели эффективности проекта, и тем самым способствовать принятию наиболее оптимального инвестиционного решения.